

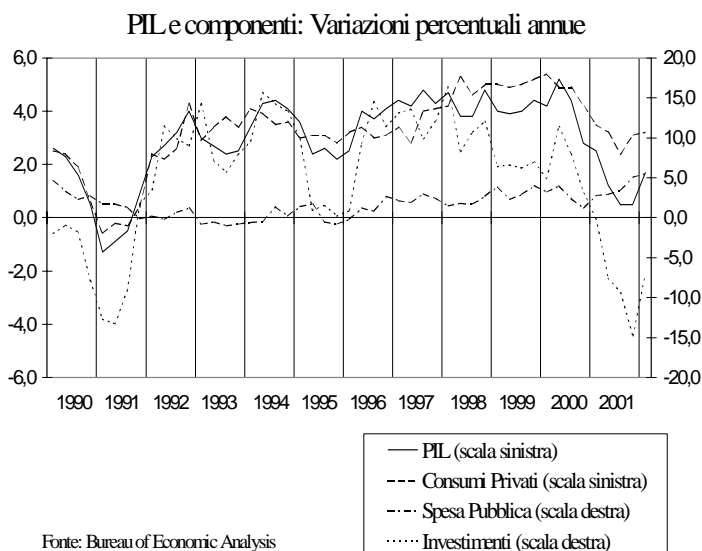


PROSEGUE LA RIPRESA AMERICANA SOSPINTA DALLE POLITICHE MACROECONOMICHE ESPANSIVE

Gli Stati Uniti sono in ripresa, ma a ritmi meno vigorosi del primo trimestre. Alla moderazione dell'espansione si sono accompagnati, nell'ultimo periodo, consistenti ribassi nel mercato azionario. I cali hanno riflesso le preoccupazioni per gli scandali contabili, i timori legati al terrorismo, la delusione per andamenti degli utili meno positivi delle attese. I mercati azionari non sembrano, però, dei buoni anticipatori della *performance* dell'economia reale. La fase di recupero dovrebbe proseguire nella seconda metà del 2002 e nel 2003, anche se a tassi meno intensi del precedente ciclo espansivo. Incide favorevolmente sulla continuazione della ripresa l'energica azione di sostegno della politica economica, monetaria e fiscale, la cui impostazione espansiva dovrebbe essere mantenuta ancora per qualche mese: le incertezze di borsa spingono infatti la *Federal Reserve* a posporre a dopo l'estate il rialzo nei tassi di interesse. Costituiscono, invece, elementi di freno per la crescita gli ingenti squilibri ereditati dagli "eccessi" della fine degli anni novanta. Il deprezzamento del dollaro, purché si realizzi in modo ordinato e senza fenomeni di fuga, può costituire un passaggio essenziale nel favorire l'aggiustamento dell'economia americana e, nel contempo, sostenere il ritmo della ripresa.

L'evoluzione recente

L'economia statunitense, dopo la flessione del terzo trimestre 2001 (quando il PIL è sceso, in termini annualizzati, dell'1,3% rispetto ai precedenti tre mesi) e il recupero superiore alle attese del quarto (1,7%), ha mostrato una vistosa accelerazione nei primi tre mesi del 2002, con un variazione pari al 6,1%. Tale *performance* notevolmente positiva è principalmente da ascrivere all'apporto del settore pubblico, in particolare alle spese per la difesa, e alla consistente decelerazione del processo di decumulo delle scorte. Questa voce ha contribuito per ben 3,4 punti percentuali alla crescita del PIL. Anche gli investimenti in edilizia residenziale, stimolati dai bassi tassi di interesse sui mutui, hanno fornito un sostegno rilevante alla crescita. Persistentemente deboli sono invece risultati gli investimenti in



macchinari, attrezzature e *software*, sebbene alcune componenti relative alle tecnologie dell'informazione e comunicazione abbiano evidenziato timidi segnali di miglioramento.

I consumi, pur avendo nel complesso tenuto, si sono mostrati meno vivaci rispetto all'ultima parte del 2001. La spesa in beni durevoli, che nel trimestre precedente aveva dato un importante contributo alla crescita, grazie anche agli sconti per l'acquisto di autoveicoli, ha sperimentato una forte contrazione (-9,4% rispetto al trimestre precedente).

Gli indicatori relativi al secondo trimestre e quelli anticipatori degli andamenti del terzo continuano a mostrare segnali incoraggianti, anche se il ritmo della ripresa dovrebbe essersi sensibilmente ridimensionato rispetto ai primi mesi dell'anno.

Produzione industriale e capacità utilizzata degli impianti hanno fatto registrare in maggio il quinto aumento consecutivo (dello 0,2% la produzione industriale, dello 0,1% la capacità utilizzata), pur se più contenuto rispetto a quanto mostrato nei mesi precedenti.

Livelli di produzione ancora inferiori a quelli potenziali e l'andamento positivo della produttività del lavoro hanno avuto un effetto benefico sul fronte dei prezzi. L'inflazione al consumo è rimasta ferma a maggio rispetto al mese precedente, portando il tasso annuo all'1,2% (dall'1,6% di aprile). I prezzi alla produzione si sono ridotti per il secondo mese consecutivo (-2,7% la variazione tendenziale). Questi andamenti, unitamente all'evoluzione negativa dei mercati azionari, sembrano rendere meno probabile un rialzo a breve dei tassi di interesse da parte delle autorità monetarie, che potrebbero decidere di intervenire solo dopo l'estate.

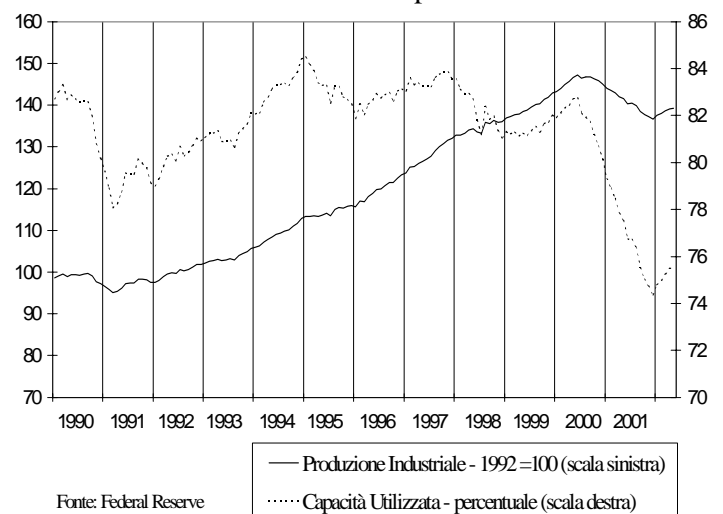
La ripresa della produzione industriale

PRODOTTO INTERNO LORDO E CONTRIBUTI ALLA CRESCITA
(tassi di variazione e incidenze percentuali)

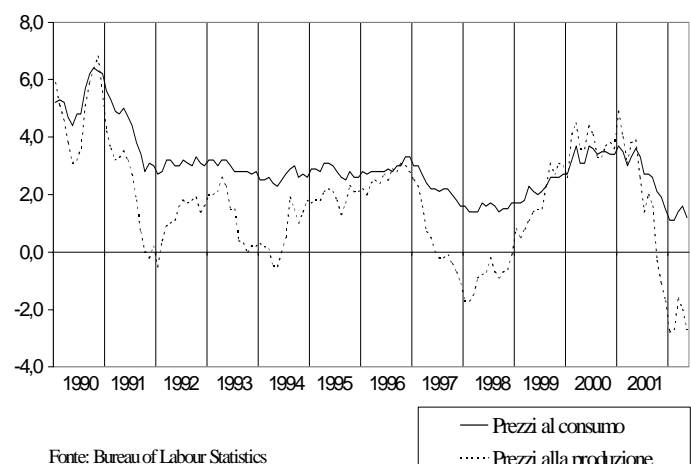
	2001				2002
	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
PIL	1,3	0,3	-1,3	1,7	6,1
Consumi privati	2,05	1,75	0,65	4,14	2,37
Spesa pubblica	0,92	0,87	0,05	1,76	1,22
Investimenti fissi	0,33	-1,74	-0,97	-1,96	-0,10
Scorte	-2,61	-0,42	-0,81	-2,16	3,39
Importazioni	0,76	1,25	1,86	1,00	-1,03
Esportazioni	-0,13	-1,37	-2,13	-1,14	0,28

Fonte: Bureau of Economic Analysis.

Produzione industriale e capacità utilizzata



Prezzi alla produzione e al consumo
(variazione percentuale annua)



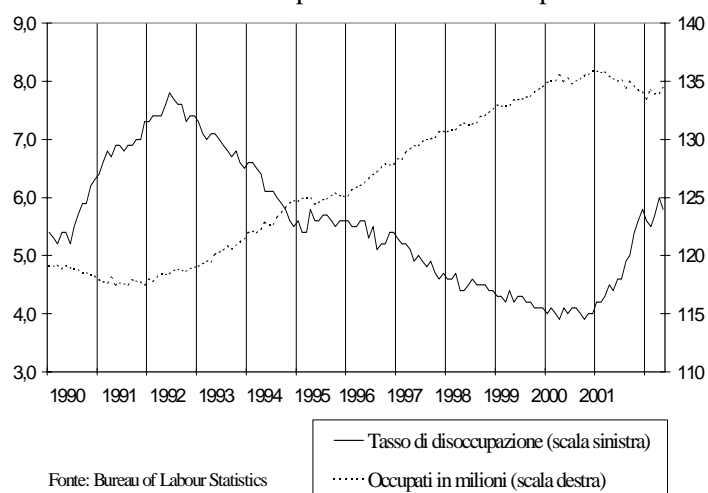
non si è ancora riflessa in un miglioramento della situazione occupazionale. Il tasso di disoccupazione, nonostante la discesa registrata in maggio (5,8%, dal 6% del mese precedente), rimane elevato rispetto alla seconda metà degli anni novanta.

Se da un lato la riduzione dell'occupazione, in corso dall'inizio del 2001, non aiuta i consumi, dall'altro, ha però permesso alle imprese di realizzare consistenti guadagni di efficienza sia nella fase di rallentamento del ciclo, sia in quella più recente di ripresa. Nel primo trimestre 2002, la produttività del lavoro ha registrato un balzo dell'8,3% rispetto al trimestre precedente (del 4,1% rispetto allo stesso trimestre del 2001), a seguito di un aumento della produzione del 6,2% e di una riduzione delle ore lavorate del 2 per cento. Conseguentemente al guadagno di produttività si è registrata una riduzione del costo del lavoro per unità di prodotto che, nel primo trimestre di quest'anno, è sceso del 5%, la flessione più intensa a partire dal corrispondente periodo del 1955.

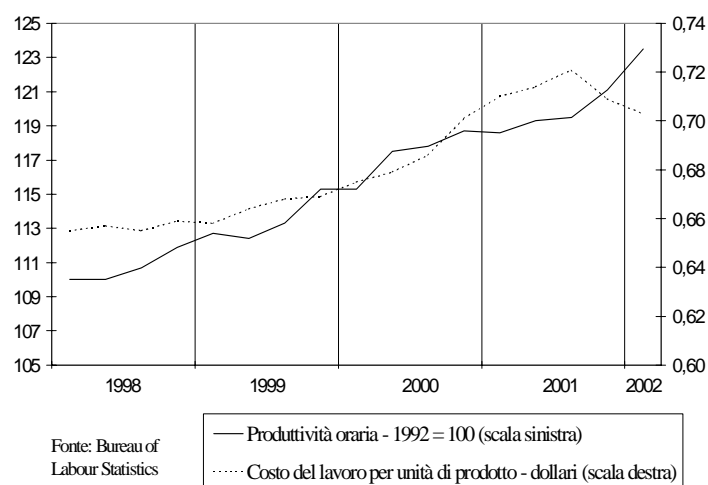
Segnali sostanzialmente positivi, pur se non perfettamente univoci, provengono da un insieme di indicatori anticipatori del ciclo. Sia l'indice sintetico del Conference Board sia gli indici ISM (Institute of Supply Management) dei direttori degli acquisti per i settori manifatturiero e non manifatturiero, dopo aver mostrato una battuta d'arresto in aprile, hanno evidenziato in maggio un nuovo miglioramento, confermando la tendenza positiva in atto dal settembre dello scorso anno. In particolare l'indice ISM relativo al settore manifatturiero staziona da febbraio stabilmente sopra quota 50, spartiacque tra la zona di espansione e quella di contrazione dell'attività produttiva.

Gli indici di fiducia dei consumatori, sebbene mostrino un consistente miglioramento

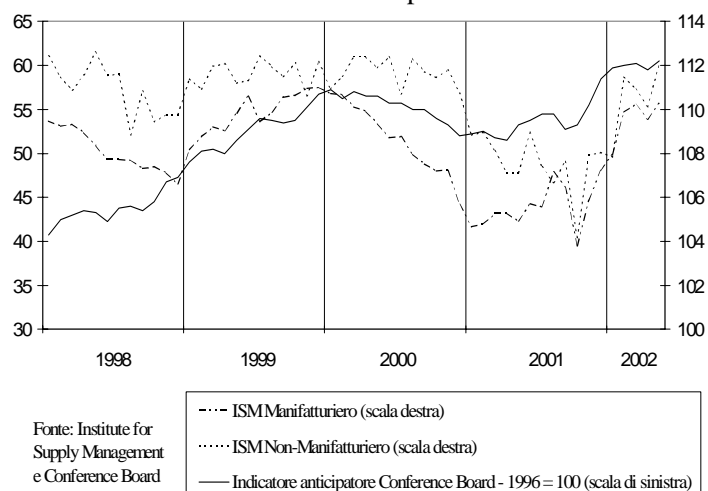
Tasso di disoccupazione e numero di occupati



Produttività e costo del lavoro



Indicatori anticipatori

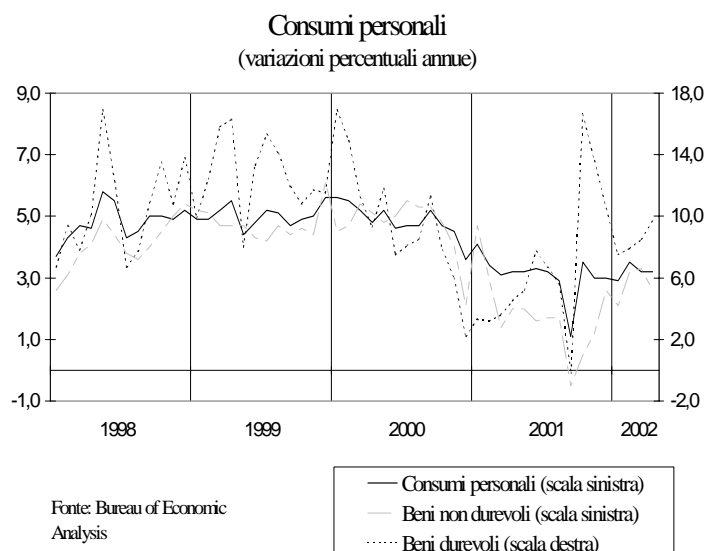
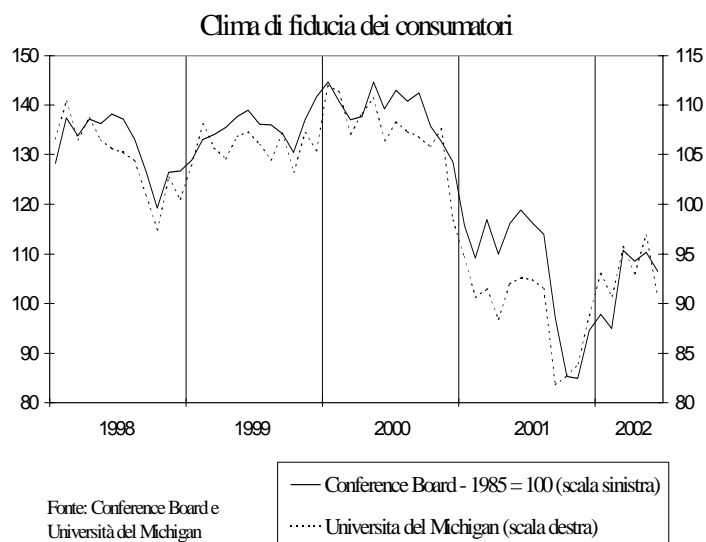


dai minimi toccati l'undici settembre, hanno di recente segnato il passo. In giugno l'indice del Conference Board ha registrato un ripiegamento di quasi quattro punti rispetto al mese precedente, attestandosi a quota 106,4, dopo aver recuperato ben 25,4 punti da novembre dello scorso anno a maggio dell'anno corrente (in novembre aveva toccato il minimo, dal febbraio '94, a quota 84,9). Anche le stime preliminari di giugno relative all'altro indice di fiducia dei consumatori elaborato dall'Università del Michigan hanno mostrato una contrazione di 6,1 punti, passando da 96,9 a 90,8. Sulla recente flessione del clima di opinione delle famiglie americane hanno fondamentalmente inciso le diminuzioni degli indici azionari e i timori legati al terrorismo internazionale.

In sintesi, l'analisi degli indicatori più recenti conferma che la ripresa statunitense è in corso, anche se appare meno vigorosa rispetto all'inizio del 2002. Essa risente dell'energica azione espansiva della politica economica, monetaria e fiscale, realizzata nell'ultimo anno.

I consumatori

Favoriti dal *policy mix* espansivo, i consumatori hanno prontamente reagito agli eventi negativi di settembre, stimolati anche dalle politiche commerciali aggressive delle imprese volte all'alleggerimento dei magazzini e al mantenimento delle quote di mercato. La riduzione dell'imposizione diretta sulle persone fisiche, in seguito alla entrata in vigore dell'*Economic Growth and Tax Relief Reconciliation Act* varato dall'Amministrazione Bush, insieme alla riduzione, da agosto a dicembre, dei tassi di interesse di riferimento dal 3,50% all'1,75%, hanno dato sostegno alla spesa delle



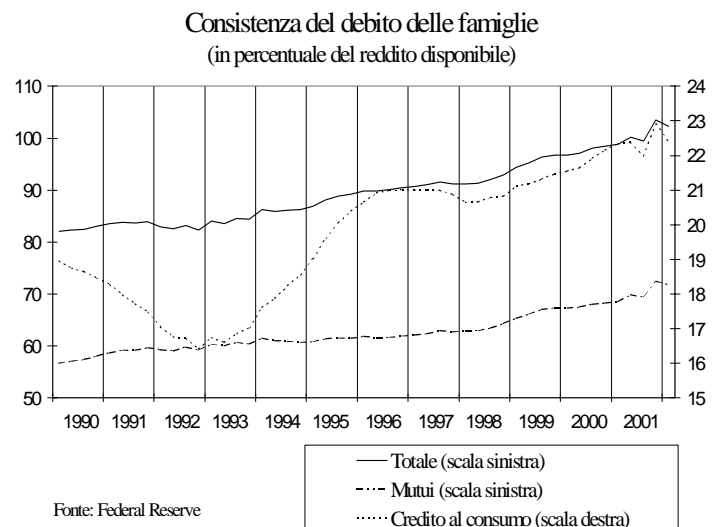
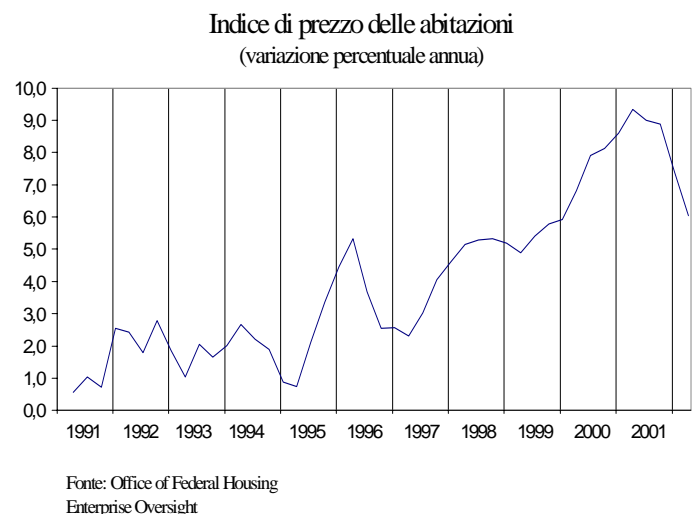
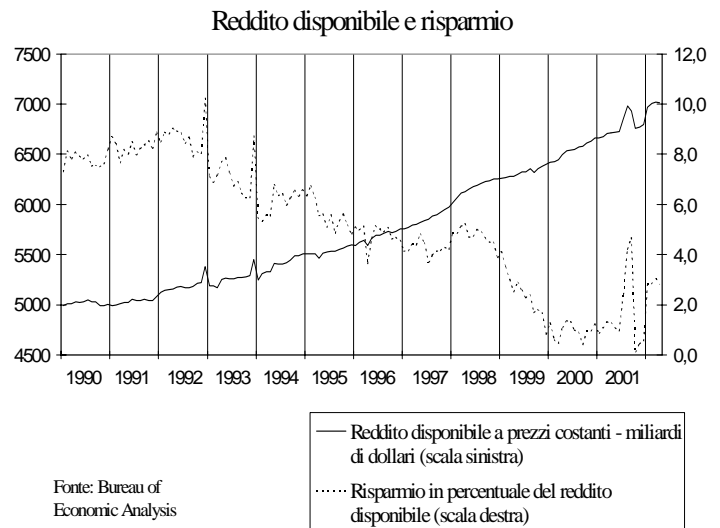
famiglie, da un lato aumentando il reddito disponibile, dall'altro favorendo il ricorso al credito al consumo.

Parte degli aumenti del reddito disponibile realizzati attraverso riduzioni delle tasse sono stati tesaurizzati: il tasso di risparmio in rapporto al reddito disponibile nei primi 4 mesi del 2002, pur rimanendo in assoluto modesto, è più che raddoppiato rispetto allo stesso periodo del 2001 (2,9% contro l'1,1%)

La riduzione dei tassi di interesse ha dato vigore al mercato immobiliare: nel primo trimestre 2002, gli investimenti residenziali sono aumentati a un tasso annualizzato del 14,6% rispetto al trimestre precedente. Tale vivacità si è riflessa anche sui prezzi delle abitazioni, che hanno mostrato significativi incrementi. L'aumento del valore degli immobili ha contribuito a compensare il declino dei corsi azionari in atto dal 2000, evitando ripercussioni negative sui consumi attraverso un effetto ricchezza.

L'azione di supporto al consumo, tramite minori tasse e bassi tassi d'interesse, si è quindi rivelata determinante nel sostenere la crescita. L'attuale fase ciclica non sembra ancora comportare una ripresa decisa dell'occupazione e delle retribuzioni, elementi che sarebbero in grado di alimentare la capacità di spesa delle famiglie. Il permanere di un'intonazione espansiva nelle leve della politica macroeconomica americana potrà, nel breve periodo, consentire un'evoluzione ancora favorevole della spesa per consumi. Il mantenimento di una dinamica positiva nel medio-lungo periodo dipende, invece, dalla correzione degli squilibri che sono andati emergendo negli ultimi anni nei bilanci delle famiglie americane.

Il totale dei debiti, costituiti principalmente da credito al consumo e mutui, ha superato il reddito disponibile, mentre gli



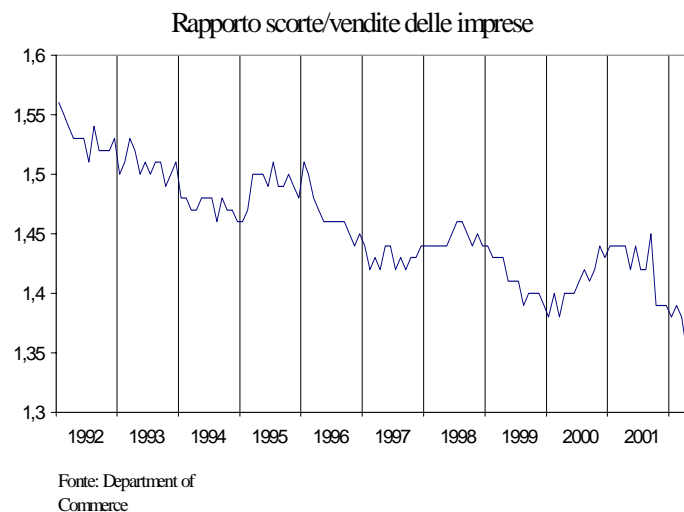
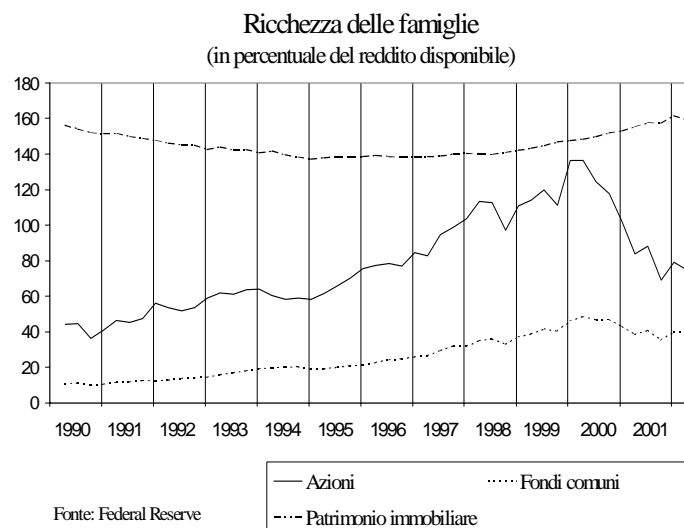
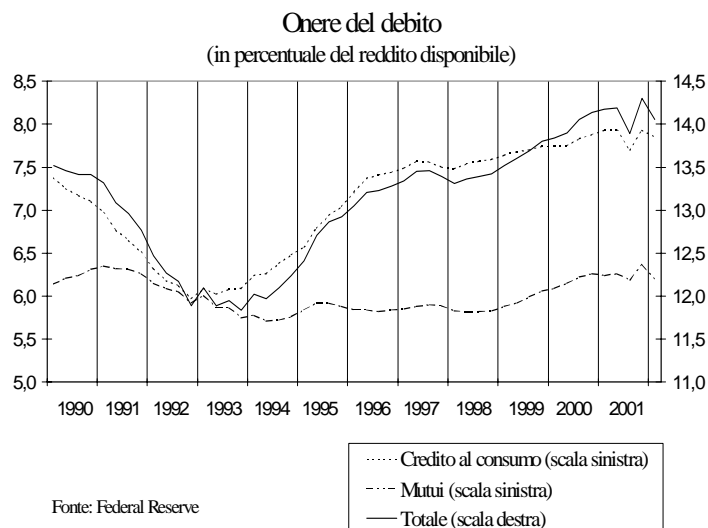
oneri ad esso relativo raggiunge ormai il 14% dello stesso reddito.

La ricchezza delle famiglie ha subito una forte flessione, dall'inizio del 2000, a causa del ridimensionamento dei corsi azionari. Anche se da recenti studi del *National Bureau of Economic Research* emerge che l'effetto ricchezza derivante dalla componente finanziaria sarebbe trascurabile rispetto a quello dovuto alla componente immobiliare, la forte incertezza presente nei mercati finanziari, alimentata da quella sulle prospettive reddituali dei singoli titoli e dagli scandali contabili, potrebbe avere effetti negativi sulla fiducia dei consumatori.

Le imprese

La frenata dell'economia avvenuta nel corso del 2001 ha dato luogo a ristrutturazioni aziendali che hanno interessato tutti i settori, comportando consistenti tagli di posti di lavoro.

La ripresa della produzione industriale, cominciata in gennaio, è proseguita ad un ritmo moderato, lasciando ampi margini di capacità inutilizzata. L'esistenza di questo eccesso di capacità produttiva si è naturalmente ripercosso sugli investimenti, in discesa dall'inizio del 2001. Alla domanda, rimasta comunque robusta, le imprese hanno fatto fronte attraverso il decumulo di scorte; in rapporto alle vendite, queste ultime hanno raggiunto il livello più basso degli ultimi 10 anni. Sulla flessione nell'arco del decennio ha probabilmente influito anche la gestione informatizzata degli acquisti che ha notevolmente ridotto il valore considerato fisiologico di tale rapporto. Nel primo trimestre dell'anno, il decumulo delle scorte non si è interrotto, ma ha rallentato sen-

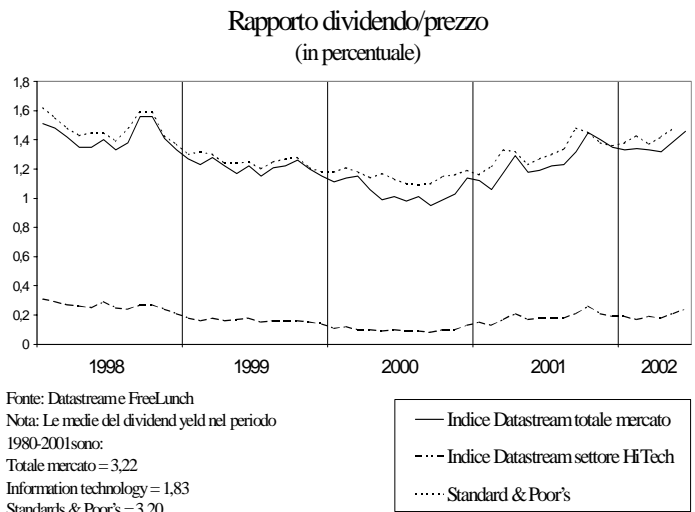
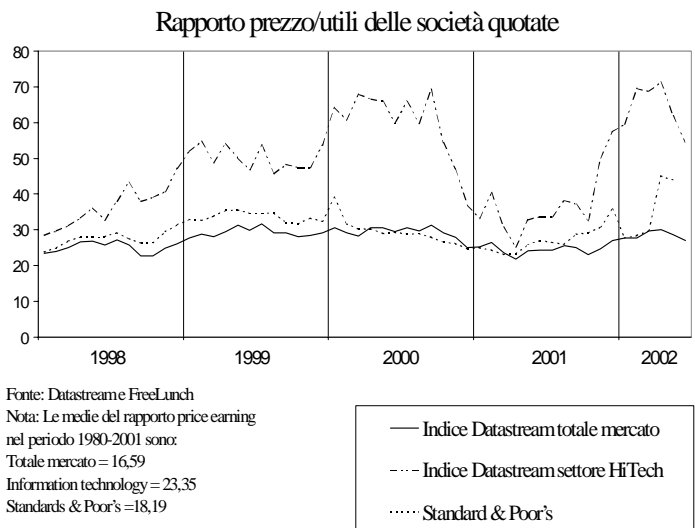
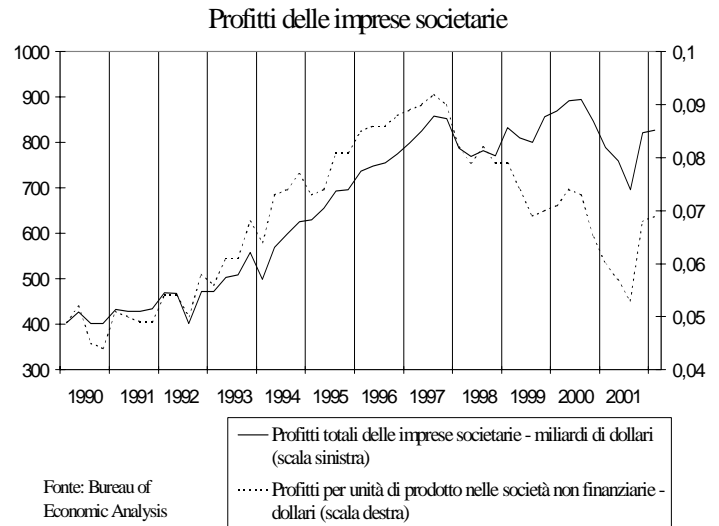


sibilmente rispetto ai mesi precedenti. Ciò è stato sufficiente a fornire un contributo positivo alla ripresa produttiva. Nei prossimi mesi l'inizio del processo di ricostituzione dei magazzini potrebbe quindi costituire un importante fattore di sostegno alla crescita.

I forti aumenti della produttività del lavoro avvenuti negli ultimi mesi del 2001 e nei primi del 2002 hanno ridato fiato ai profitti aziendali, aumentati sia a livello aggregato che per unità di prodotto.

Malgrado questi primi segnali di miglioramento, i mercati azionari, dopo aver recuperato nella parte finale dello scorso anno le posizioni perse nei giorni immediatamente successivi agli attentati dell'11 settembre, hanno fatto registrare perdite consistenti: il Dow Jones industrial è sceso del 7,4% tra l'inizio dell'anno e la fine di giugno, il Nasdaq del 22% circa.

Il clima di sfiducia tra gli investitori è determinato non tanto dai fondamentali, che risultano in graduale miglioramento, ma da un insieme di fattori che incidono sull'opinione degli investitori: la persistente minaccia di nuovi attentati terroristici; l'espandersi delle inchieste, da parte della *Security Exchange Commission*, relative alle irregolarità contabili iniziate con il fallimento Enron, ad un numero sempre maggiore di società quotate; il susseguirsi di *profit warning* per utili inferiori alle attese, relativi al secondo trimestre 2002, provenienti in gran parte, ma non solo, dai giganti del settore dell'*Information and Communication Technologies*; la ritrovata convinzione che il prezzo delle azioni debba avere un nesso con la capacità dell'impresa di generare profitti.



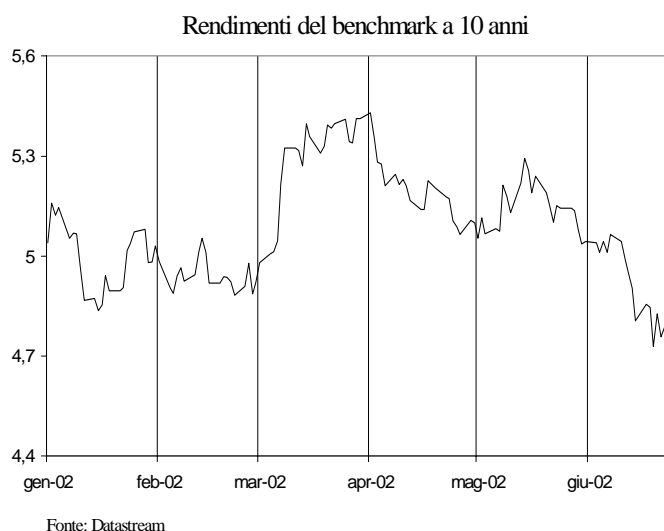
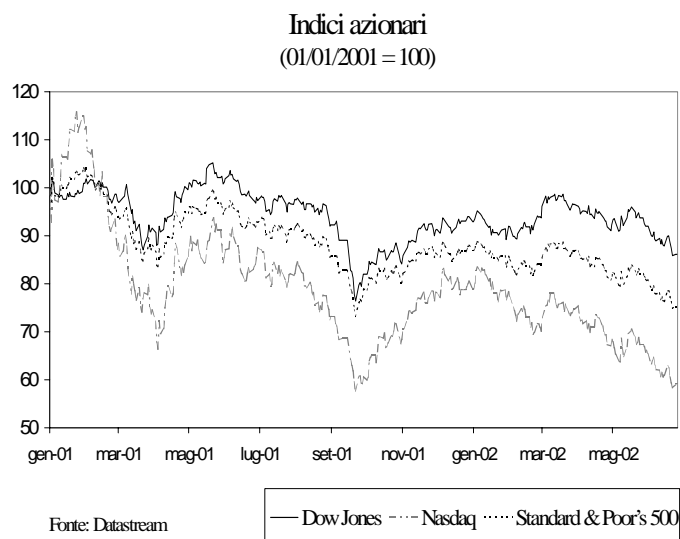
La dicotomia tra economia reale e mercati finanziari e la flessione del dollaro

Se quindi l'economia reale mostra segnali inequivocabili di ripresa, d'altro canto l'andamento dei mercati finanziari manifesta notevole nervosismo: alla caduta dei corsi azionari si è accompagnato l'indebolimento del dollaro (deprezzatosi del 7,1 e 10% circa rispetto a yen e euro tra inizio anno e l'ultima settimana di giugno) e la discesa dei rendimenti delle obbligazioni a lungo termine (7 decimi di punto tra aprile e l'ultima settimana di giugno del *benchmark* decennale).

L'incertezza che sta caratterizzando i mercati potrebbe sottendere un giudizio non particolarmente favorevole circa l'entità della ripresa. Sicuramente, tutti i fattori precedentemente menzionati hanno condizionato negativamente la fiducia degli operatori; al di là di questi elementi, il confronto tra il contesto macroeconomico attuale e quello alla base della fase espansiva dello scorso decennio evidenzia come l'attuale fase di ripresa presenti caratteristiche diverse da quelle del prolungato periodo di espansione che ha interessato gran parte del decennio novanta.

Le differenze possono, in ultima analisi, essere ricondotte al diverso *policy mix* che, a seguito di fattori sia endogeni sia esogeni (mutamento del quadro politico nazionale e andamento ciclico), si è verificato negli Stati Uniti con l'inizio del nuovo decennio.

Negli anni novanta la crescita americana è stata alimentata da ingenti investimenti, in particolare nei settori tecnologicamente più avanzati. La diffusione delle nuove tecnologie, beneficiando di un'intonazione espansiva della politica monetaria, si è estesa a tutti i settori dell'economia, favorendo la crescita della



produttività.

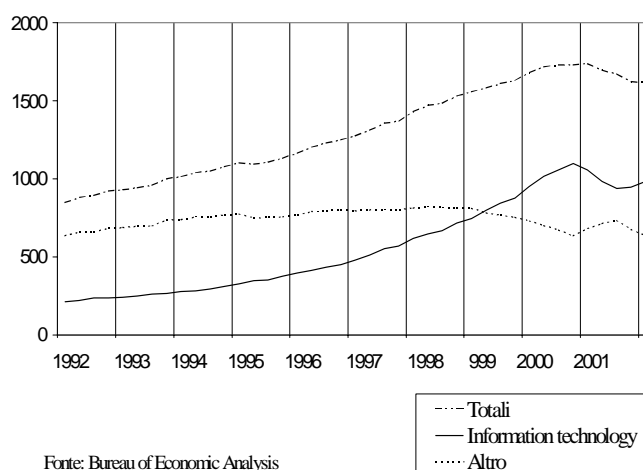
Nella seconda metà del decennio, l'impostazione della politica fiscale è mutata in senso restrittivo, fino a riportare in *surplus* il bilancio federale. Ciò ha contribuito a creare un ambiente particolarmente favorevole al processo di accumulazione: elevati investimenti nelle nuove tecnologie hanno spinto verso l'alto il tasso di crescita di lungo periodo; ciò ha innalzato il grado di attrazione degli Stati Uniti nei confronti degli investitori internazionali, determinando forti afflussi di capitali, sia diretti sia, soprattutto, di portafoglio. Ne è derivato un apprezzamento del dollaro che ha "protetto" da pressioni inflazionistiche esterne, favorendo così la Banca centrale nella politica di basso costo "reale" del denaro. La dinamica molto positiva della produttività ha, d'altro canto, contenuto le pressioni sui costi interni di produzione.

L'altra faccia della medaglia è rappresentata da un crescente *deficit* di parte corrente, finanziato attraverso il saldo positivo dei movimenti di capitale.

Verso la fine del decennio scorso, tuttavia, il processo di crescita appena descritto si è fatto tumultuoso, facendo emergere una serie di eccessi: negli investimenti, nei prezzi delle azioni, nei debiti delle famiglie. La Federal Reserve è stata chiamata a contrastare "l'esuberanza irrazionale" dei corsi azionari innalzando i tassi di interesse; più in generale, si percepiva la necessità di ritornare ad un sentiero di crescita più sostenibile.

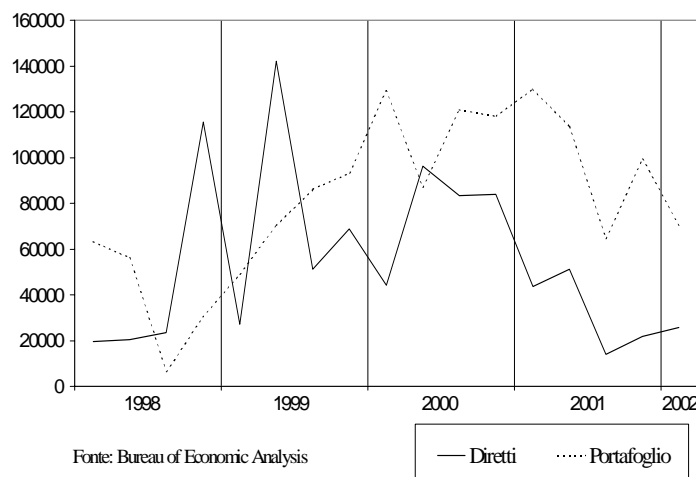
In questo contesto si colloca il cambio dell'amministrazione, accompagnato a una impostazione più espansiva di politica fiscale, sotto forma di riduzioni di imposta e sussidi. La politica monetaria tornava a sua volta a una intonazione espansiva, condizionata dal rallen-

Investimenti
(miliardi di dollari - prezzi costanti)



Fonte: Bureau of Economic Analysis

Flussi di investimenti esteri negli USA
(milioni di dollari, dati destagionalizzati)



Fonte: Bureau of Economic Analysis

tamento del 2001, a cui si sono aggiunti timori di un collasso dopo gli eventi di settembre.

La peculiarità dell'attuale fase ciclica è quindi quella di presentare un *mix* di politica economica fortemente squilibrato, in cui entrambe le leve a disposizione sono orientate a una azione di stimolo dell'economia.

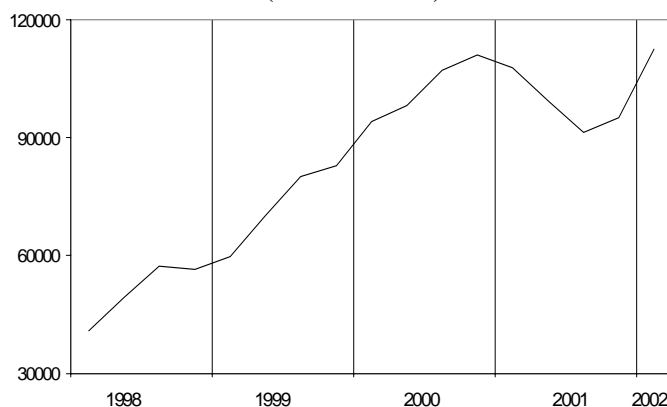
La frenata del ciclo seguita alla lunga fase espansiva dello scorso decennio ha comportato una caduta degli investimenti, diminuendo le richieste di prestito da parte delle imprese; trasferimenti e tagli di imposta hanno da un lato continuato ad alimentare la capacità di spesa delle famiglie, altrimenti penalizzate da perdite in conto capitale, e con essa il loro indebitamento; dall'altro, hanno determinato la ricomparsa di un *deficit* di bilancio federale. Il disavanzo delle partite correnti ha continuato ad aumentare.

Nel nuovo scenario, si è ridotta fortemente la capacità di attrazione degli Stati Uniti nei confronti dei capitali esteri. Questi ultimi sostenevano gli investimenti produttivi delle imprese, attirati dalle potenzialità di crescita del paese e dalle attese di cospicui dividendi; oggi si trovano a finanziare in parte il *deficit* di bilancio, con conseguenze assai diverse rispetto alle attese di profitto sul capitale investito.

In sintesi, sembrerebbe che la modifica di composizione dell'indebitamento americano, con il riemergere di una componente pubblica, abbia ridotto gli incentivi dei capitali esteri a investire negli Stati Uniti, e conseguentemente a finanziare l'ingente passivo delle partite correnti (pari nel primo trimestre 2002 al 4,3% del PIL).

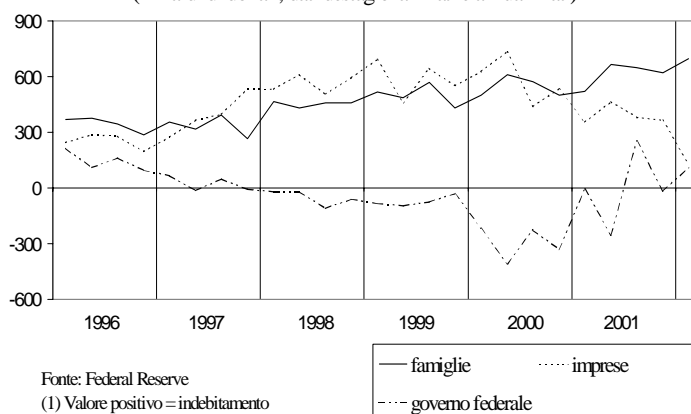
L'indebolimento del dollaro registrato negli ultimi mesi appare quindi, in questa ottica, una conseguenza naturale. L'intensità e la velocità del deprezzamento possono avere un im-

Deficit delle partite correnti
(milioni di dollari)



Fonte: Bureau of Economic Analysis

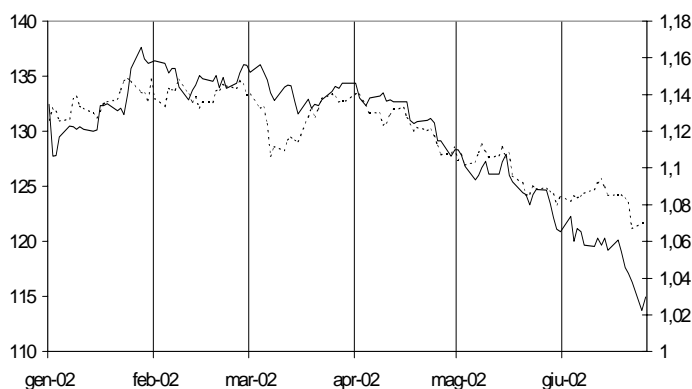
Indebitamento delle famiglie, delle imprese e del
Governio Federale⁽¹⁾
(miliardi di dollari, dati destagionalizzati e annualizzati)



Fonte: Federal Reserve

(1) Valore positivo = indebitamento

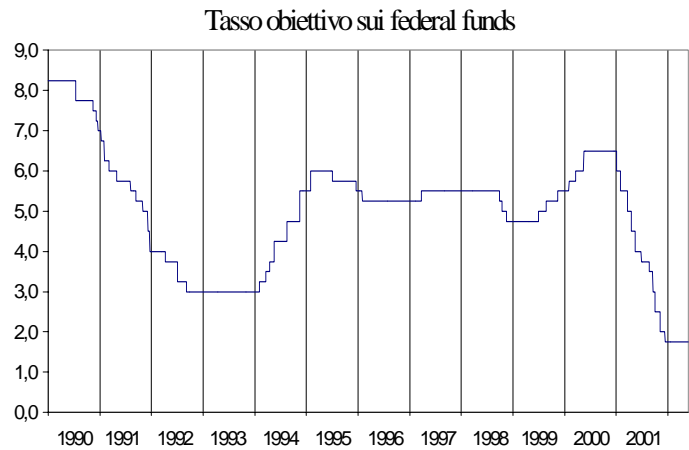
Tasso di cambio del dollaro



Fonte: Datastream

patto importante sull'evoluzione della fase di ripresa. Un deprezzamento graduale della valuta statunitense contribuirebbe a rendere meno stringente il vincolo estero, fornendo un aiuto alla crescita; un deprezzamento più marcato e veloce potrebbe spingere ad una fuga dai mercati statunitensi (gli investitori esteri possiedono i due quinti dei titoli pubblici statunitensi, un quarto delle obbligazioni delle imprese e il 13% delle azioni), determinando una caduta nel prezzo delle azioni e una risalita nei rendimenti delle obbligazioni, con ripercussioni negative sulla fiducia di imprese e famiglie e sui consumi e investimenti.

In conclusione, i mercati azionari non sembrano in questo momento rappresentare un buon indicatore anticipatore della *performance* dell'economia. Fattori di breve periodo, anche di natura extra-economica, ne condizionano l'andamento. L'economia reale dovrebbe quindi continuare a percorrere il sentiero di crescita intrapreso, anche se con un ritmo meno intenso rispetto al precedente ciclo espansivo; con l'irrobustirsi del tono congiunturale, una autonoma ripresa delle componenti interne di domanda permetterà il ritorno ad un *policy mix* più equilibrato. Ciononostante, per garantire una crescita duratura appare necessario che si avvii una correzione degli squilibri di fondo che da tempo caratterizzano l'economia statunitense.



Fonte: Datastream



Fonte: Datastream

La presente nota è stata completata con le informazioni disponibili al 27-06-2002. E' stata redatta da Marco Fioramanti e Claudio Vicarelli, con il coordinamento di Sergio de Nardis.